

固收点评 20231222

博 23 转债：高端合金材料智能制造企业

2023 年 12 月 22 日

关键词：#业绩超预期 #产能扩张

事件

- **博 23 转债 (113069.SH) 于 2023 年 12 月 22 日开始网上申购：**总发行规模为 17.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于 3 万吨特殊合金电子材料带材扩产项目、2 万吨特殊合金电子材料线材扩产项目、1GW 电池片扩产项目。
- **当前债底估值为 94.23 元，YTM 为 2.34%。**博 23 转债存续期为 5 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第五年分别为：0.3%、0.5%、0.8%、1.5%、1.8%，公司到期赎回价格为票面面值的 109.00%（含最后一期利息），以 5 年 AA 中债企业债到期收益率 3.57%（2023-12-19）计算，纯债价值为 94.23 元，纯债对应的 YTM 为 2.34%，债底保护较好。
- **当前转换平价为 94.24 元，平价溢价率为 6.11%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即 2024 年 06 月 28 日至 2028 年 12 月 21 日。初始转股价 15.63 元/股，正股博威合金 12 月 19 日的收盘价为 14.73 元，对应的转换平价为 94.24 元，平价溢价率为 6.11%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 12.21%。**下修条款为“15/30, 80%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 15.63 元计算，转债发行 17.00 亿元对总股本稀释率为 12.21%，对流通盘的稀释率为 12.25%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计博 23 转债上市首日价格在 111.53~124.25 元之间，我们预计中签率为 0.0067%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到博 23 转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右，对应的上市价格在 111.53~124.25 元之间。我们预计网上中签率为 0.0067%，建议积极申购。
- **宁波博威合金材料股份有限公司致力于高性能、高精度有色合金板带、棒材、线材新材料的研发、生产和销售。**公司研发创新的功能系列合金材料、环保系列合金材料、替代系列合金材料和节能系列合金材料，应用于航空航天、高速列车、电子通讯、集成电路、汽车制造、船舶工业、工程机械、家用电器等 30 多个行业，为现代工业提供优质的“工业粮食”。
- **2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 22.03%。**自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2018-2022 年复合增速为 22.03%。2022 年，公司实现营业收入 134.48 亿元，同比增加 33.97%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022 年复合增速为 12.02%。2022 年实现归母净利润 5.37 亿元，同比增加 73.11%。
- **公司营业收入主要来源于合金材料及光伏组件/电站，产品结构基本无年际变化。**
- **公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率有所波动。**2018-2022 年，公司销售净利率分别为 5.62%、5.85%、5.65%、3.09%和 3.99%，销售毛利率分别为 14.19%、15.88%、17.06%、12.28%和 12.94%。
- **风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。**

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《亿田转债：集成灶领域优秀企业》

2023-12-21

《豪鹏转债：电力设备行业知名企业》

2023-12-20

内容目录

1. 转债基本信息	4
2. 投资申购建议	5
3. 正股基本面分析	7
3.1. 财务数据分析	7
3.2. 公司亮点	9
4. 风险提示	10

图表目录

图 1:	2018-2023Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2018-2023Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2020-2022 年营业收入构成	8
图 4:	2018-2023Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2018-2023Q1-3 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2018-2023Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2018-2023Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2018-2022 我国集成电路进口数量 (亿个)	10
图 9:	2018-2022 全球光伏累计装机容量 (GW)	10
表 1:	博 23 转债发行认购时间表	4
表 2:	博 23 转债基本条款	4
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4:	债性和股性指标	5
表 5:	相对价值法预测博 23 转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1: 博 23 转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-12-20	1、刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-12-21	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-12-22	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金）
T+1	2023-12-25	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、进行网上申购摇号抽签
T+2	2023-12-26	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上中签缴款日
T+3	2023-12-27	1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2023-12-28	1、刊登《发行结果公告》 2、向发行人划付募集资金

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2: 博 23 转债基本条款

转债名称	博 23 转债	正股名称	博威合金
转债代码	113069.SH	正股代码	601137.SH
发行规模	17.00 亿元	正股行业	有色金属-金属新材料-其他金属新材料
存续期	2023 年 12 月 22 日至 2028 年 12 月 21 日	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	15.63 元	转股期	2024 年 06 月 28 日至 2028 年 12 月 21 日
票面利率	0.3%,0.5%,0.8%,1.5%,1.8%.		
向下修正条款	存续期，15/30，80%		
赎回条款	(1) 到期赎回：到期后五个交易日内，公司将以本次可转债票面面值的 110%（含最后一期利息）全部赎回 (2) 提前赎回：转股期内，15/30，130%(含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售：最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售：投资项目实施情况出现重大变化，且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
3 万吨特殊合金电子材料带材扩产项目	107,000.00	107,000.00
2 万吨特殊合金电子材料线材扩产项目	39,900.00	39,900.00
1GW 电池片扩产项目	23,100.00	23,100.00
合计	170,000.00	170,000.00

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	94.23 元	转换平价 (以 2023/12/19 收盘价)	94.24 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	6.12%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	6.11%
纯债到期收益率 YTM	2.34%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 94.23 元, YTM 为 2.34%。博 23 转债存续期为 5 年,联合资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA,票面面值为 100 元,票面利率第一年至第五年分别为: 0.3%、0.5%、0.8%、1.5%、1.8%,公司到期赎回价格为票面面值的 109.00% (含最后一期利息),以 5 年 AA 中债企业债到期收益率 3.57% (2023-12-19) 计算,纯债价值为 94.23 元,纯债对应的 YTM 为 2.34%,债底保护较好。

当前转换平价为 94.24 元,平价溢价率为 6.11%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止,即 2024 年 06 月 28 日至 2028 年 12 月 21 日。初始转股价 15.63 元/股,正股博威合金 12 月 19 日的收盘价为 14.73 元,对应的转换平价为 94.24 元,平价溢价率为 6.11%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 80%”,有条件赎回条款为“15/30、130%”,有条件回售条款为“30、70%”,条款中规中矩。

总股本稀释率为 12.21%。按初始转股价 15.63 元计算,转债发行 17.00 亿元对总股本稀释率为 12.21%,对流通盘的稀释率为 12.25%,对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计博 23 转债上市首日价格在 111.53~124.25 元之间。按博威合金 2023 年 12 月 19 日收盘价测算,当前转换平价为 94.24 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的精工转债 (平价 60.37 元,评级 AA,存续规模 20.00 亿元)、利群转债 (平价 81.91 元,评级 AA,存续规模 18.00 亿元)、鸿路转债 (平

价 63.41 元，评级 AA，存续规模 15.73 亿元），截至 2023/12/19，转股溢价率分别为 68.97%、29.77%、69.53%。

2) 参考近期上市的金现转债（上市首日转换价值 92.65 元）、凯盛转债（上市首日转换价值 89.34 元）、欧晶转债（上市首日转换价值 84.19 元），三只转债上市首日转股溢价率分别为 55.88%、28.72%、38.28%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归，构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型，解释变量为：行业转股溢价率 (x_1)、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日的到期收益率 (x_2)、前十大股东持股比例 (x_3) 和上市前一日中证转债成交额取对数 (x_4)，被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为： $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型，其中，有色金属行业的转股溢价率为 18.00%，中债企业债到期收益为 3.76%，2023 年三季报显示博威合金前十大股东持股比例为 56.08%，2023 年 12 月 19 日中证转债成交额为 30,542,726,253 元，取对数得 24.14。因此，可以计算出博 23 转债上市首日转股溢价率为 20.69%。

综合可比标的以及实证结果，考虑到博 23 转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右，对应的上市价格在 111.53~124.25 元之间。

表5：相对价值法预测博 23 转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	13.99	107.44	109.23	111.91	114.60	116.39
-3%	14.29	109.70	111.53	114.27	117.01	118.84
2023/12/19 收盘价	14.73	113.09	114.98	117.80	120.63	122.51
3%	15.17	116.48	118.42	121.34	124.25	126.19
5%	15.47	118.74	120.72	123.69	126.66	128.64

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 66.82%。博威合金的前十大股东合计持股比例为 56.08%（2023/09/30），股权较为集中。假设前十大股东 80%参与优先配售，其他股东中有 50%参与优先配售，我们预计原股东优先配售比例为 66.82%。

我们预计中签率为 0.0067%。博 23 转债发行总额为 17.00 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 66.82%，剩余网上投资者可申购金额为 5.64 亿元。博 23 转债仅设置网上发行，近期发行的诺泰转债（评级 A+，规模 4.34 亿元）网上申购数约 824.14 万户，中能转债（评级 A+，规模 4.00 亿元）854.09 万户，盛航转债（评级 AA-，规模 7.4 亿元）843.55 万户。我们预计博 23 转债网上有效申购户数为 840.59 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0067%。

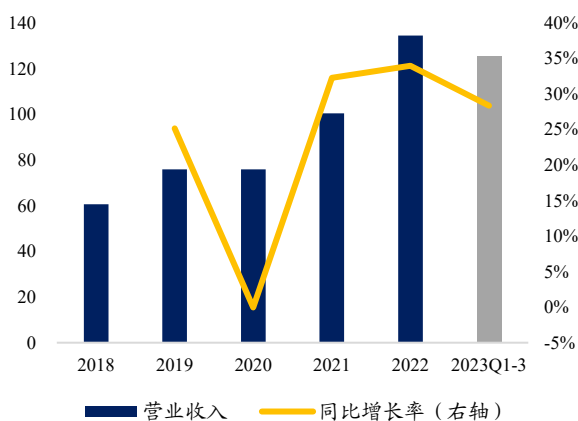
3. 正股基本面分析

宁波博威合金材料股份有限公司致力于高性能、高精度有色合金板带、棒材、线材新材料的研发、生产和销售。公司研发创新的功能系列合金材料、环保系列合金材料、替代系列合金材料和节能系列合金材料，应用于航空航天、高速列车、电子通讯、集成电路、汽车制造、船舶工业、工程机械、家用电器等 30 多个行业，为现代工业提供优质的“工业粮食”。公司全面继承了博威集团的研发创新实力，依托博威集团的国家首批“创新型企业”、“国家技术创新示范企业”、“国家认定企业技术中心”、国家“博士后科研工作站”、“国家认可实验室”、“国家地方联合工程研究中心”等研发创新平台，是国家“高新技术企业”、国际有色金属加工协会(IWCC)董事单位和技术委员会委员，成为高端合金材料智能制造企业。

3.1. 财务数据分析

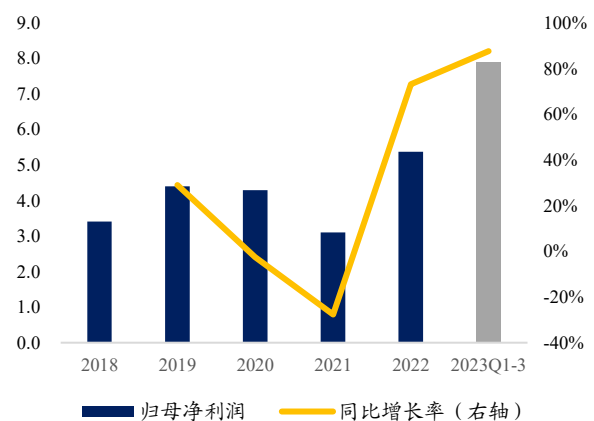
2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 22.03%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2018-2022 年复合增速为 22.03%。2022 年，公司实现营业收入 134.48 亿元，同比增加 33.97%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022 年复合增速为 12.02%。2022 年实现归母净利润 5.37 亿元，同比增加 73.11%。营业收入与归母净利润同步持续增长主要系：1) 公司重点进行新材料产品数字化研究开发，充分发挥公司的品牌优势，深化公司新材料应用解决方案提供商的角色，进一步强化在合金材料领域的领先地位；2) 公司新能源业务通过加大研发投入，加快技术升级，使公司光伏电池转换效率保持在行业第一梯队。

图1：2018-2023Q1-3 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

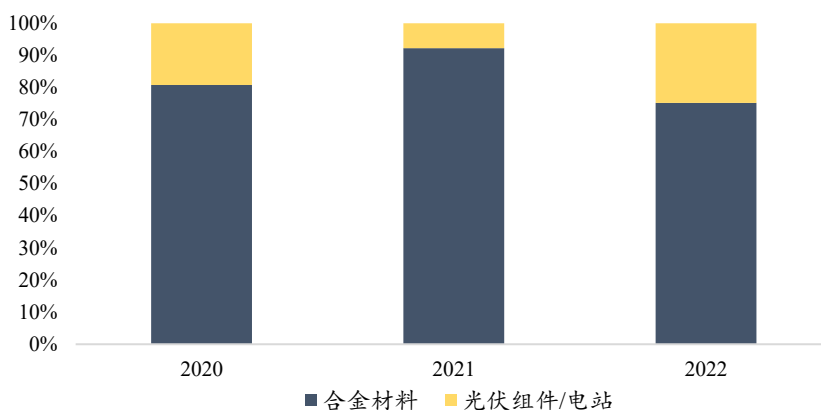
图2：2018-2023Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司营业收入主要来源于合金材料及光伏组件/电站，产品结构基本无年际变化。公司 2020-2022 年合金材料业务收入占主营业务收入比重分别为 80.74%/92.20%/75.18%，光伏组件/电站业务收入占主营业务收入比重分别为 19.26%/7.80%/24.82%。2022 年公司光伏组件/电站业务收入占比较大，主要系美国市场需求旺盛，光伏组件销量同比大幅增长。

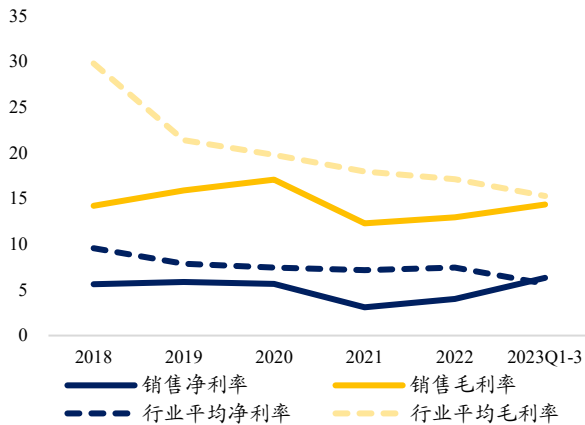
图3：2020-2022 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

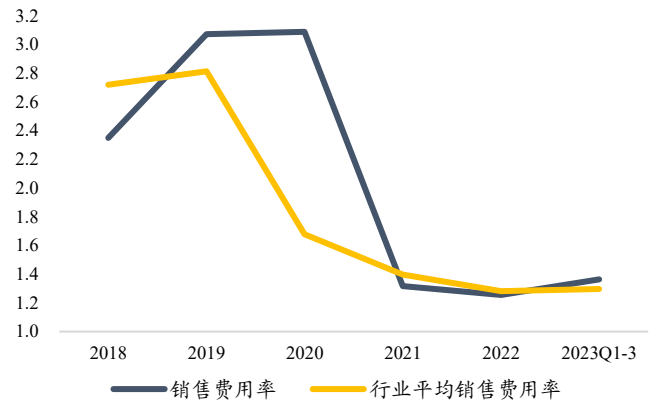
公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率有所波动。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 5.62%、5.85%、5.65%、3.09%和 3.99%，销售毛利率分别为 14.19%、15.88%、17.06%、12.28%和 12.94%。公司管理费用率表现较为突出，显著低于行业均值。2020-2022 年公司管理费用有所增长，主要系：1) 公司引进数字化项目实施团队导致的薪酬、股份支付费用摊销增加；2) 2022 年管理人员薪资及新能源业务境外律师费增加。2018-2022 年公司毛利率和销售净利率均低于行业均值，但 2023 年前三季度公司毛利率和销售净利率有所上升，达到行业平均水平，主要系第三季度公司新能源、新材料板块销售量同比增加，新能源板块盈利能力提升。

图4：2018-2023Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



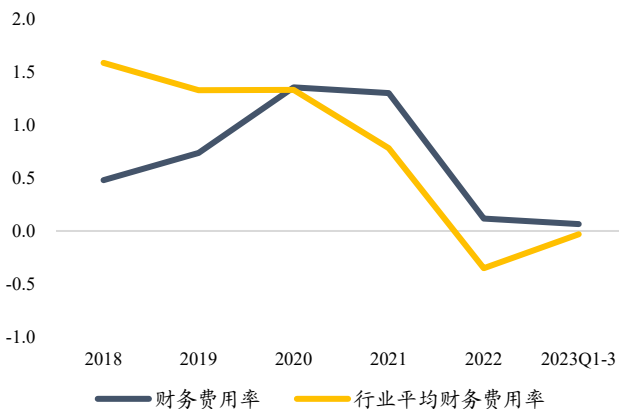
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023Q1-3 销售费用率水平（%）



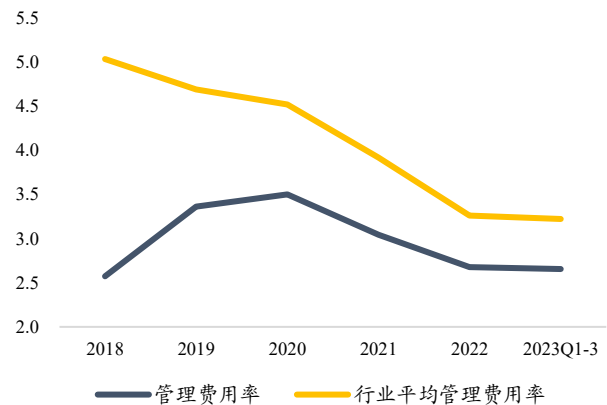
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018-2023Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2018-2023Q1-3 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

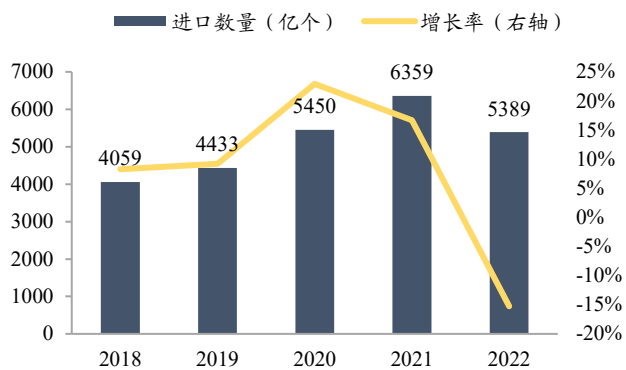
注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的毛利、净利、各项费用和主营收入的比值，得到相应的毛利、净利和费用率，而不是单个公司的相应毛利、净利和费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2. 公司亮点

募投项目助力公司“新材料为主+新能源为辅”的发展战略。 1) 新材料行业方面：智能互联装备、新能源汽车、智能终端设备、半导体等行业的发展带动了对特殊合金电子带材和线材的需求，据海关总署统计，2022 年我国进口集成电路 5389 亿块，较 2021 年有所下降，但在高端领域，国产集成电路成品无法满足需求造成了中国集成电路依赖进口，且进口价格高的局面。公司特殊合金电子带材和线材的扩产项目将进一步增加市场供给，更好地满足智能互联装备、智能终端设备、新能源汽车、半导体等行业高端市场的需求，同时可减轻国内对美国、德国、日本等国家特殊合金电子带材和线材的进口

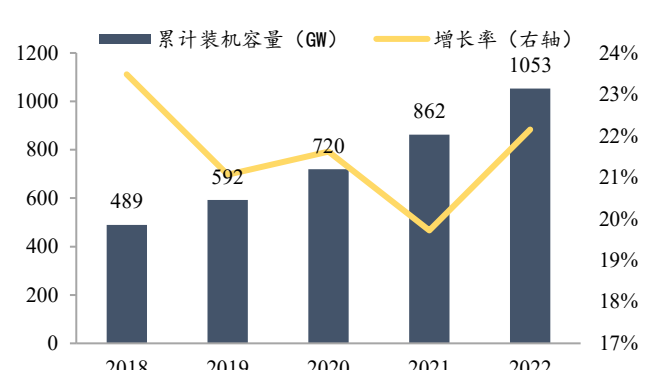
依赖，为“中国制造 2025”的实现提供有力保障品设计的变革，促进智能制造的快速发展；2）光伏组件市场方面：根据 Wind 数据，2018 年至 2022 年，全球累计光伏装机量从 489GW 增长至 1053GW，光伏产业维持了较快的增长速率，未来发展前景广阔，具备消化公司 1GW 电池片扩充产能的条件。

图8：2018-2022 我国集成电路进口数量（亿个）



数据来源：募集说明书，海关总署，东吴证券研究所

图9：2018-2022 全球光伏累计装机容量（GW）



数据来源：募集说明书，Wind，东吴证券研究所

特殊合金材料领域具有强大的产品优势和研发优势。公司是具有国际竞争力的有色金属特殊合金材料的引领者，是特殊合金牌号最齐全、特殊合金产品产量最大的企业之一。公司的产品覆盖 17 个合金系列，100 多个合金牌号，为下游近 30 个行业提供专业化产品与服务，满足了客户的一站式采购需求。此外，公司打通了研、产、供、销各环节的数据链接与信息共享，其有色合金新材料数字化研发平台实现了数字化全流程研发体系的建设，缩短了研发周期，降低了研发成本，加快了新产品推出速度。

深耕美欧光伏市场多年，电池转换效率处于全球第一梯队。公司通过多年的美国、欧洲市场营销和推广积累，已经连续 6 年位列美国布隆伯格新能源（BNEF）全球光伏组件制造商银行可贷性一级供应商列表，连续 4 年位列美国光伏进化实验室（PVEL）全球光伏组件可靠性加严测试顶级性能供应商列表，通过差异化的服务，公司品牌得到美、欧光伏客户高度认可。公司对电池、组件的新技术、新工艺、新产品持续创新开发，在电池转换效率、组件版型设计方面保持持续领先优势。公司电池片转换效率已提升至 23.40%，保持在行业一线效率水平。

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),北交所基准指数为北证 50 指数,具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>